

Thiel, Elke

**Research Report**

## Wirtschaften unter Euro-Bedingungen: Erfahrungen nach knapp drei Jahren

SWP-Studie, No. S 33/2001

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Thiel, Elke (2001) : Wirtschaften unter Euro-Bedingungen: Erfahrungen nach knapp drei Jahren, SWP-Studie, No. S 33/2001, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/252398>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# SWP-Studie

Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale  
Politik und Sicherheit

*Elke Thiel*

## »Wirtschaften unter Euro-Bedingungen«

Erfahrungen nach knapp drei Jahren

S 33  
Oktober 2001  
Berlin

**Nachweis in öffentlich  
zugänglichen Datenbanken  
nicht gestattet.**

Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
der Stiftung Wissenschaft  
und Politik ist auch in Aus-  
zügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.

© Stiftung Wissenschaft und  
Politik, 2001

**SWP**

Stiftung Wissenschaft und  
Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und  
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
[www.swp-berlin.org](http://www.swp-berlin.org)  
[swp@swp-berlin.org](mailto:swp@swp-berlin.org)

Gestaltungskonzept  
Gorbach Büro für  
Gestaltung und Realisierung  
Buchendorf

# Inhalt

## **Problemstellung und Empfehlungen 5**

**Der Euro als Motor der Integration im Kontext der aktuellen Europadebatte 7**

## **Wirtschaftspolitische Annäherung und Stabilitätskonsens 9**

Abschneiden insgesamt besser als zuvor 9

Große Eurostaaten passen sich langsamer an 10

Erste Probe für den Stabilitätskonsens 12

## **Der »unerledigte« Teil der WWU 15**

Wirtschaftsdynamik durch Strukturreformen 15

Der unvollendete Binnenmarkt 16

## **Europäischer Finanzraum eilt der Politik davon 18**

Der Euro als Katalysator innovativer Finanzdienste 18

Entwicklung von nationalen Rechtsvorschriften

»diktiert« 18

## **Mehr Außengeltung durch den Euro 21**

Überschätzung des Dollar und Euro-»Handicaps« 21

Der Euro macht noch keinen handlungsfähigen

»globalen Akteur« 23



**»Wirtschaften unter Euro-Bedingungen«  
Erfahrungen nach knapp drei Jahren**

Am 1. Januar 2002 lösen die Euro-Geldscheine und Münzen die nationalen Währungen in den Eurostaaten endgültig ab. Kaum ein anderes Projekt hat so große Erwartungen und Skepsis auf sich gezogen. Die einheitliche Währung erlaubt eine effizientere Nutzung des europäischen Binnen- und Finanzmarktes. Die Größe des Euroraums verspricht höheres Wirtschaftswachstum und eine größere Unabhängigkeit vom internationalen Konjunkturverlauf. Der Euro hat das Potential für eine internationale Währung und kann der Euro-EU damit auch mehr Außengelung verschaffen. Für die Eurostaaten verändern sich durch den Euro die wirtschaftspolitischen Handlungsbedingungen: Die Geldpolitik und die Wechselkurspolitik stehen ihnen als makroökonomische Instrumente nicht mehr, die Fiskalpolitik nur bedingt zur Verfügung. Dieses System kann nur ohne größere Spannungen funktionieren, wenn die Eurostaaten ähnliche wirtschaftspolitische Konzeptionen und stabilitätspolitische Ziele verfolgen.

»Wirtschaften unter Eurobedingungen« ist das Stichwort, um die bisherigen Erfahrungen zu untersuchen. Wie haben sich die Akteure auf den Euro eingestellt, wie werden die Chancen des Euro genutzt und inwieweit entsteht durch den Euro politischer Handlungsbedarf?

- Nach knapp drei Jahren kann die Bewertung nur vorläufig ausfallen. Dies gilt insbesondere für die wirtschafts- und stabilitätspolitische Annäherung der Mitgliedstaaten, die bereits vor der Euro-Einführung begann und neben den Regierungen auch bei den Tarifpartnern zu beobachten ist. Die öffentlichen Defizite wurden abgebaut. Die Inflationsrate ist niedrig, wenn man von Sonderfaktoren absieht, die als vorübergehend eingeschätzt werden. Die Lohnpolitik unterstützt das Ziel der Preisstabilität. Bisher ist es jedoch nicht gelungen, die »assets« Binnenmarkt und einheitliche Währung in eine stärkere Wachstumsdynamik umzuwandeln. Die zur Überwindung der europäischen Wachstumsschwäche notwendige Modernisierung der Wirtschaftssysteme ist sowohl konzeptionell als auch mit Blick auf die innenpolitische Durchsetzbarkeit der schwierigste Teil für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).

- Die im März 2000 vom Europäischen Rat in Lissabon verabschiedete Strategie, die die EU bis zum Jahr 2010 zum »wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt« machen soll, muß im wesentlichen von den Mitgliedstaaten in eigener Verantwortung in die Tat umgesetzt werden. Ein aufwendiges Verfahren des »benchmarking« und der Ermittlung von »best practices« soll die Reformen unterstützen, läuft aber auch Gefahr, von dem ordnungspolitischen Handlungsbedarf im europäischen Binnen- und Finanzmarkt abzulenken, der durch den Euro noch offensichtlicher geworden ist. Die Aktionspläne für den Binnen- und Finanzmarkt, die Kommission und Rat erstellt haben, sind nach Umfang und Schwierigkeit mit dem Binnenmarktprogramm 1992 zu vergleichen. Die Zeitvorgaben werden häufig nicht eingehalten, und die Maßnahmen hinken der Entwicklung oft hinterher, zum Beispiel die fast 30-jährigen Bemühungen um die Rechtsform einer Europa AG.
- Der europäische Finanzmarkt hat durch den Euro einen Integrationsschub erhalten, der selbst Marktkenner überraschte. Seine Innovationsfähigkeit stößt damit bereits an die Grenzen der Möglichkeiten, die durch die nationalen Regulierungssysteme gesteckt werden. Das auf gegenseitige Anerkennung und Koordinierung gegründete EU-System reicht beim gegenwärtigen Integrationsstand vielleicht gerade noch aus, verhindert jedoch, daß der europäische Finanzmarkt sich in ähnlicher Weise vertiefen kann wie der attraktive amerikanische Markt. Eine stärkere Zentralisierung des Ordnungssystems, etwa im Rahmen einer Europäischen Allfinanzaufsicht, wird auf mittlere Sicht als unausweichlich angesehen, wenn die Mitgliedstaaten das Innovationspotential von Euro und Finanzbinnenmarkt voll ausschöpfen wollen.
- Gegenüber dem Dollar hat der Euro zwei Handicaps, die sich auch im Euro-Dollar-Kurs widerspiegeln: Mit weit höheren Wachstumsraten als in Europa haben die USA in den vergangenen Jahren eine Leistungsfähigkeit vorgeführt, die den Reformbedarf in den Euroländern geradezu demonstriert. Die Märkte trauen den USA – in guten wie in schlechten Zeiten – die besseren Problemlösungen zu. Hinzu kommt, daß »Euroland« mit zwölf Eurostaaten und einer jeweils eigenen Wirtschaftspolitik schwieriger zu beobachten ist. Die Märkte orientieren sich daher vornehmlich an Meldungen aus den USA. Sie dürften ihre »Einäugigkeit« erst verlieren, wenn Euroland durch eigene Wachstumsdynamik überzeugen kann.
- In den internationalen Währungs- und Finanzorganisationen und Koordinierungsgremien ist das Erscheinungsbild der EU durch die Euro-Einführung noch komplizierter geworden. Eine überzeugende Kompetenz, für den Euro zu sprechen, hat nur die Europäische Zentralbank. Die Eurostaaten werden in Fragen, die die WWU unmittelbar betreffen, vom Sprecher der Eurogruppe repräsentiert, identifizieren sich sonst aber wenig mit Euroland. Gerade im Außenaufreten macht sich bemerkbar, daß die vertiefte Integration in der Währungsunion bisher keine Entsprechung in anderen Politikbereichen hat. An dieser Situation dürfte sich auf absehbare Zeit grundsätzlich wenig ändern. In einem Teilbereich, der globalen Finanzregulierung, könnte sich die EU jedoch wirkungsvoller in Verhandlungen einbringen, wenn sich die Mitgliedstaaten für ein gemeinschaftliches Ordnungskonzept im Finanzbinnenmarkt entscheiden würden.
- In der Europapolitik werden heute andere Akzente gesetzt als noch zur Zeit der Maastricht-Verhandlungen. Der Begriff »Politische Union« wird kaum mehr verwendet, jedenfalls nicht im Sinne einer mit der Währungsunion vergleichbaren Integrationsvertiefung. Wie in dieser Arbeit ausgeführt wird, entsteht durch den Euro ein unmittelbarer integrationspolitischer Handlungsbedarf, die noch bestehenden Barrieren im Binnenmarkt abzubauen und für den europäischen Finanzraum einen gemeinschaftlichen Ordnungsrahmen einzuführen. Die institutionellen Voraussetzungen könnten durch die Regierungskonferenz 2004 geschaffen werden. Bestrebungen, die Kompetenzen der EU auf das derzeitige Niveau zu begrenzen, laufen Gefahr, die Anforderungen des Euro zu wenig zu berücksichtigen.
- Für Länder mit zuvor schwachen Währungen brachte der Euro einen Vertrauensgewinn, der sich unmittelbar in Form sinkender Zinsen auswirkte. In Deutschland, mit einer hohen Geldwertstabilität und traditionell niedrigeren Zinsen, war der Eurobonus bisher weniger spürbar. Die Vorteile der einheitlichen Währung liegen gerade für Deutschland in den besseren Nutzungsmöglichkeiten des Binnenmarktpotentials. Deutsche Europapolitik sollte daher dem Abbau der noch bestehenden Barrieren und den ordnungspolitischen Aufgaben im Finanzbinnenmarkt eine hohe Priorität geben.

## Der Euro als Motor der Integration im Kontext der aktuellen Europadebatte

Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 hat die europäische Integration im Wirtschaftsbereich ihre größte Vertiefung erreicht. Deutsche Politik hat maßgeblich zum Entstehen der WWU beigetragen. Die einheitliche Währung soll die Effizienz des Binnenmarktes und die globale Wettbewerbsfähigkeit Europas stärken, und sie sollte zugleich Motor für die »politische Einigung Europas« sein.

Die Wirtschafts- und Währungsunion blieb kein isolierter Integrationsschritt. Mit den in Maastricht gesetzten politischen Integrationszielen – Gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik und Zusammenarbeit in der Justiz- und Innenpolitik – ist die EU inzwischen vorangekommen; auf dem Weg zu einer Europäischen Sicherheits- und Verteidigungspolitik wurden sogar unerwartet rasche Fortschritte erzielt. Der Vorschlag von Außenminister Fischer, eine Europäische Verfassung zu schaffen, hat eine Debatte angestoßen, in der sich die Mitgliedstaaten – praktisch zum ersten Mal – mit ihren noch sehr unterschiedlichen europapolitischen Leitbildern auseinanderzusetzen beginnen.

Seit jedoch die Idee der einheitlichen Währung 1988/89 Gestalt gewann,<sup>1</sup> hat sich der europapolitische Kontext, in dem der Euro eine integrationspolitische Motorwirkung entfalten könnte und sollte, verändert. Die Wirtschafts- und Währungsunion schien noch in der Logik des funktionalen Monnet-Ansatzes zu liegen. Die Dynamik, die durch den Binnenmarkt entstanden war, sollte durch das gemeinsame Geld neuen Antrieb erhalten. In der aktuellen Europadebatte werden andere Akzente gesetzt. Mit der Forderung nach einer Abgrenzung der Kompetenzen wird erstmals auch über eine finale Begrenzung der Integration diskutiert. Hatte man

1 Im Laufe des Jahres 1988 hatten sich verschiedene europäische Politiker für die Schaffung einer Europäischen Zentralbank ausgesprochen; auf Vorschlag des deutschen Außenministers erteilte der Europäische Rat im Juni 1989 in Hannover dem Delors-Ausschuß das Mandat, die einzelnen Etappen auf dem Weg zur WWU zu prüfen und vorzuschlagen. Vgl. Wilhelm Schönfelder/Elke Thiel, Ein Markt – Eine Währung. Die Verhandlungen zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Baden-Baden: Nomos, 2. Aufl. 1996, 179 S. (Stiftung Wissenschaft und Politik, Aktuelle Materialien zur Internationalen Politik, Bd. 37).

ehedem vom Euro eine Motorwirkung für die politisch-institutionelle Integrationsvertiefung erwartet, geht es heute viel mehr um die Kontrolle weiterer Kompetenztransfers, die gegebenenfalls vom gemeinsamen Geld angestoßen werden.<sup>2</sup>

Die These von der WWU als Motor der Integration war für viele auch mit der Erwartung verknüpft, daß die Mitgliedstaaten, die den Euro einführen würden, eine »politische Kernunion« bilden und damit zum Träger der Integrationsvertiefung werden könnten.<sup>3</sup> Mit inzwischen zwölf Teilnehmerstaaten und weiteren Anwärtern<sup>4</sup> bietet sich die Gruppe der Eurostaaten jedoch schwerlich als Avantgarde für eine europäische Föderation an.<sup>5</sup> In der Tendenz dürfte sich der Eurokreis – wenn auch mit zeitlicher Verschiebung – ebenso erweitern wie die Europäische Union. Mit 27 und mehr Mitgliedern wird die Europäische Union als »Politische Union« weniger supranational organisiert sein – die Geldpolitik ausgenommen – als die »Vereinigten Staaten von Europa«, die (deutsche) Verfechter der WWU einmal angestrebt haben.<sup>6</sup> Der in Frankreich geprägte Begriff der »Föderation der Nationalstaaten« deutet das an.

2 Die Mitgliedstaaten müssen »die Kontrolle über den Umfang des weiteren Transfers von Kompetenzen auf die Ebene der EU behalten und diesem Transfer an einem Punkt ihrer Wahl auch eine Grenze setzen können. Erst das bewahrt dann auch die Wahlfreiheit bestimmter Mitgliedstaaten, zu einem gegebenen Zeitpunkt zu entscheiden, ob sie die Integration im Kreise eines Gravitationszentrums weiter vertiefen wollen« Christian Deubner, Währungsunion ohne Politische Union?, unveröffentl. Studie, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, 2001 (S 8/01), S. 5.

3 Vgl. Christian Deubner, Deutsche Europapolitik. Von Maastricht nach Kerneuropa?, Baden-Baden: Nomos, 1995 (Stiftung Wissenschaft und Politik, Aktuelle Materialien zur Internationalen Politik, Bd. 42).

4 Dänemark, Großbritannien und Schweden warten auf einen günstigen Moment, um Parlamentsabstimmungen und Referenden über die Euro-Einführung durchzuführen. Zukünftige EU-Mitgliedstaaten werden den Euro einführen, wenn sie die Konvergenzkriterien erfüllen.

5 Vgl. auch Deubner, Währungsunion ohne Politische Union? [Anm. 2], S. 85.

6 Der Terminus »Vereinigte Staaten von Europa«, mit dem Bundeskanzler Helmut Kohl noch zur Zeit der Maastricht-Verhandlungen das Ziel europäischer Einigung benannte, wird heute auch in Deutschland nicht mehr verwendet.



Im Bereich der Wirtschaftspolitik, wo man am ehesten eine integrationspolitische Motorwirkung des Euro erwarten könnte, hat Deutschland die von Frankreich geforderte »Wirtschaftsregierung« stets aus ordnungspolitischen Gründen abgelehnt. Die Verantwortung für die Wirtschafts- und Sozialpolitik soll auch in der Endstufe der WWU bei den Mitgliedstaaten bleiben. Französische Präferenzen für eine starke wirtschaftspolitische Kompetenz beim Rat erinnerten an zentrale Wirtschaftssteuerung und weckten außerdem den Verdacht, der Rat könne auch auf die Geldpolitik Einfluß zu nehmen versuchen. Vorschläge, die wirtschaftspolitische Koordinierung zwischen den Eurostaaten zu verstärken und damit die Eurogruppe herauszuheben, fanden daher auf deutscher Seite keine Unterstützung.<sup>7</sup>

Die Diskussion, ob die WWU eine Politische Union braucht und selbst der Motor für eine solche sein kann, entstand in der Zeit vor dem Euro. Sie war Teil der damaligen WWU-Kontroverse.<sup>8</sup> Mit der Verfassungsdiskussion hat sich die Frage der »Politischen Union« im Post-Nizza-Prozeß aus der unmittelbaren Verknüpfung mit der WWU gelöst. Seit der Euro existiert, wird die Euro-Debatte vornehmlich als wirtschaftspolitische Debatte geführt: Die makroökonomischen Ergebnisse im Euroraum, die Entwicklungen im Europäischen Finanzraum und der Euro-Dollar-Kurs stehen im Zentrum der Aufmerksamkeit.

Im folgenden wird versucht, nach knapp drei Jahren erste Anhaltspunkte zum »Wirtschaften unter Euro-Bedingungen« zu gewinnen. Es geht im wesentlichen um folgende Zusammenhänge: Die europäische WWU verfügt über keine Zentralregierung, die durch ihre eigene Wirtschaftspolitik und ein nennenswertes Budget den makroökonomischen Kurs im Euroraum wesentlich bestimmt. Ihr Gelingen hängt somit – neben der zentral geführten Geldpolitik – vom wirtschaftspolitischen (Wohl-)Verhalten der Akteure in den Mitgliedstaaten ab, neben den Regierungen insbesondere auch vom Verhalten der Tarifpartner.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Wilhelm Schönfelder/Elke Thiel, Stabilitätspakt und Euro-X-Gremium – Die stabilitätspolitische Untermauerung der WWU, in: *Integration*, 21 (April 1998) 2, S. 69–76. Einen Vorschlag der Kommission vom Februar 2001 für verstärkte Ex-ante-Koordinierung in der Eurogruppe lehnte auch der EcoFin-Rat ab.

<sup>8</sup> Vgl. Elke Thiel, Die Wirtschafts- und Währungsunion – ein integrationspolitischer Motor?, in: Rolf Caesar/Hans-Eckart Scharrer (Hg.), *Ökonomische und politische Dimensionen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion*, Baden-Baden 1999, S. 197–207.

<sup>9</sup> Die Deutsche Bundesbank hat in ihren Stellungnahmen zum Maastricht-Vertrag darauf hingewiesen, daß die WWU

Der Frage der Annäherung von wirtschafts- und stabilitätspolitischen Konzeptionen gilt damit besonderes Augenmerk, wobei gerade in dieser Hinsicht »Erfolge« in den ersten drei Eurojahren vorsichtig zu bewerten sind.

Die Mitgliedstaaten versprechen sich vom Euro günstige Wirkungen für das Wirtschaftswachstum, die Beschäftigung und das Abschneiden im internationalen Standortwettbewerb. Die Vorteile, die der Euro in dieser Hinsicht bietet, liegen in einer für den Euroraum insgesamt größeren Währungsstabilität und der Vervollständigung des europäischen Binnenmarktes durch eine einheitliche Währung. »Wirtschaften unter Euro-Bedingungen« beinhaltet die Frage, inwieweit diese Chancen für ein nachhaltig höheres Wirtschaftswachstum genutzt werden. Der europäische Finanzraum erhielt erst durch den Euro seine eigentliche Qualität und hat sich seitdem besonders dynamisch entwickelt. Mit den innovativen Möglichkeiten, die die Verwendung des Euro eröffnet, entsteht zugleich ein politischer Handlungsbedarf, um die hierfür erforderlichen Ordnungsstrukturen zu schaffen.

Hohe Erwartungen wurden in die Rolle des Euro als internationale Währung und die damit verbundene größere Außengeltung gesetzt. Der Euro hat seit seiner Einführung gegenüber dem Dollar um bis zu 30% seines Wertes verloren. Die Schwäche des Euro läßt sich mit den Fundamentaldaten nicht erklären, verdeutlicht jedoch die Schwierigkeiten, die noch neue Währung mit dem Wirtschaftspotential von Euroland zu identifizieren. Die größere Außengeltung wird durch die Europäische Zentralbank vermittelt; davon abgesehen entspricht das äußere Erscheinungsbild der EU mit dem Euro kaum dem eines »globalen Akteurs«.

nur als »Solidargemeinschaft« funktionieren kann, die von einem gemeinsamen Stabilitätsbewußtsein getragen ist; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 42 (Oktober 1990) 10, S. 41–45 und 44 (Februar 1992) 2, S. 45–54.

## Wirtschaftspolitische Annäherung und Stabilitätskonsens

### Abschneiden insgesamt besser als zuvor

Die integrationspolitische Leistung der WWU liegt darin, die Mitgliedstaaten wirtschaftspolitisch enger zusammengebracht zu haben. Der Annäherungsprozeß begann bereits mit der Zusammenarbeit im Europäischen Währungssystem (EWS). Er hat sich mit der Aussicht auf die Verwirklichung der WWU und mit den Anforderungen der Konvergenzkriterien verstärkt, insbesondere mit Blick auf solche Mitgliedstaaten, die nicht zu den Kernländern des EWS zählten und von denen man zunächst kaum erwartet hatte, daß sie den Euro bereits in der ersten Runde würden einführen können.<sup>10</sup>

Vor allem Mitgliedstaaten, die ehemals als Schwachwährungsländer galten, haben das Ziel einer Beteiligung an der WWU für eine wirtschaftspolitische Kurswende genutzt. Das Vertrauen, das daraus entstand, brachte bereits im Vorfeld der Entscheidungen über den Euro-Teilnehmerkreis beim Brüsseler Gipfel Anfang Mai 1998 den Bonus sinkender Zinsen, für Italien zum Beispiel ab September 1996 um nicht weniger als vier Prozentpunkte.<sup>11</sup> Nachdem sich die Finanzmärkte schon frühzeitig auf die Währungsunion – mit einem großen Teilnehmerkreis – eingestellt hatten, verlief die Einführung des Euro am 1. Januar 1999 ziemlich reibungslos.

Die wirtschaftspolitische Annäherung, die durch die Konvergenzkriterien entstanden ist, hat sich nach

**10** Zum sogenannten »harten Kern« des EWS zählten jene sieben Länder, die bereits seit 1979 am gemeinsamen Wechselkursmechanismus mit der engen Bandbreite von 2,25% für Wechselkursfluktuationen teilgenommen hatten: Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Irland, die Niederlande und Luxemburg. Zwischen ihnen hat sich bereits in den 80er Jahren eine zunehmende Konvergenz in der Preistabilität herausgebildet. Andere Eurostaaten haben sich dem EWS-Wechselkursverbund erst später und mit einer erweiterten Bandbreite angeschlossen: Spanien 1989, Portugal 1992, Österreich 1995, Finnland 1996 und Griechenland 1998. Italien gehörte zu den Gründern des EWS, wandte jedoch von einer kurzen Zeit abgesehen (Januar 1990 bis September 1992) die weite Marge an und schied von September 1992 bis November 1996 ganz aus dem Wechselkursverbund aus.

**11** Axel Siedenburg/Bernhard Speyer, Auf dem Weg zum Euro, in: Jahrbuch Internationale Politik, 1997–1998, München 2000, S. 70–81 (71).

der Euro-Einführung fortgesetzt. Die Eurostaaten haben an dem zuvor eingeschlagenen Kurs festgehalten. Von 1997, dem für die Konvergenzentscheidung maßgeblichen Haushaltsjahr, bis 2000 wurden die öffentlichen Defizite im Euroraum von 2,6% BIP auf 0,8% BIP zurückgeführt.<sup>12</sup> Die Staatsverschuldung sank im gleichen Zeitraum von 74,8% BIP auf 69,7% BIP. Mit Ausnahme von Belgien (110,9% BIP) und Italien (110,2% BIP) konnten alle Eurostaaten die Staatsschuld in die Nähe von 60% BIP oder darunter bringen.<sup>13</sup>

Der Prozeß der Haushaltskonsolidierung wurde durch den Stabilitätspakt verstetigt. Die Notbremse des Sanktionsverfahrens mußte nicht gezogen werden. erinnert man sich, wie knapp die 3%-BIP-Marge für öffentliche Defizite vor dem Eintritt in die dritte WWU-Stufe von einigen Eurostaaten erreicht wurde, war dieses Abschneiden nicht vorauszusehen. Eine wirtschaftspolitische Integrationswirkung hat die WWU auch auf die Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben. Sie sind im Rahmen ihrer Konvergenzprogramme in die Haushaltsüberwachung eingeschlossen und haben Haushaltsüberschüsse. Griechenland hat vor der Euro-Einführung am 1. Januar 2001 das öffentliche Defizit von 10,2% BIP im Jahr 1995 auf 1,6% BIP im Jahr 1999 gesenkt.

Zugleich war das Wirtschaftswachstum mit 3,4% im Jahr 2000 und seit 1998 durchschnittlich 2,9% etwa doppelt so hoch wie im Zeitraum von 1992 bis 1997 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,5%.<sup>14</sup> Die Beschäftigung nahm zu; die Arbeitslosenquote sank auf den niedrigsten Stand seit 1992.<sup>15</sup> Die These der Euroskeptiker, nach der die gleichzeitige Haushaltskonsolidierung in allen Eurostaaten in einer wirtschaftlichen Rezession enden würde, wurde damit widerlegt. Die Ergebnisse scheinen vielmehr die

**12** Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2000, Frankfurt 2001, S. 52 (Haushaltsdaten für das Jahr 2000 ohne Sondereinnahmen aus dem Verkauf von Mobilfunk-Lizenzen).

**13** Griechenland führte den Euro erst am 1. Januar 2001 ein; die gesamte Staatsverschuldung liegt bei nahezu 100% des BIP.

**14** EZB, Jahresbericht 2000 [Anm. 12], S. 43.

**15** Sie liegt im Mai 2001 bei 8,3%; EZB, Monatsbericht Juli 2001, S. 30.

Vermutung vieler Ökonomen zu bestätigen, die in der hohen Beanspruchung der Kapitalmärkte durch die öffentliche Hand eine der Ursachen für die europäische Wachstumsschwäche sahen. Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen zwischen 1998 und 2000 um fast 5% pro Jahr, nachdem sie in den Vorjahren (1992–1997) kaum zugenommen hatten und 1993 stark rückläufig waren.<sup>16</sup> Niedrigere Zinsen im Euroraum und ein größeres Vertrauen in die Stabilität der »neuen« Währung haben – neben anderen Konjunkturfaktoren – vor allem in kleineren Eurostaaten mit zuvor schwachen Währungen Wirtschaftswachstum und Investitionstätigkeit gefördert.

In der Preisstabilität wurden 1998/99 mit einem Anstieg von nicht mehr als 1,1% Ergebnisse erzielt, die es zuvor im heutigen Euroraum nie gegeben hatte und die auch für deutsche Maßstäbe beachtlich waren.<sup>17</sup> Im Vertrauen auf die Preisstabilität des Euro hielten sich die Gewerkschaften mit Lohnforderungen zurück. Im Laufe des Jahres 2000 zog die Inflationsrate stärker an und überstieg mit 3,4% im Mai 2001 deutlich das Limit von 2%, das sich die Europäische Zentralbank als gerade noch tolerierbare Marge gesetzt hat.<sup>18</sup>

Der Anstieg der Inflationsrate wird auf zwei Faktoren zurückgeführt, die nicht unmittelbar der WWU – beziehungsweise dem mangelnden Stabilitätsverhalten ihrer Akteure – anzulasten sind. Steigende Energiepreise gingen im Jahr 2000 mit mehr als einem Prozentpunkt in die Teuerungsrate ein.<sup>19</sup> Der internationale Anstieg der Ölpreise wurde im Euroraum durch die Abwertung des Euro noch verstärkt. Hinzu kommt ab Mitte 2000 der Preisanstieg für unverarbeitete Nahrungsmittel als Folge von BSE und Maul- und Klauenseuche. Der Preisanstieg für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) blieb dagegen relativ moderat.<sup>20</sup> Das langfristige Zinsniveau ist nach wie vor niedrig, was darauf hindeutet, daß auch die

Märkte keine steigenden Inflationserwartungen haben. Mitte 2001 gingen die Prognosen daher zumeist davon aus, daß es 2002 gelingen kann, die Preisteigerungsrate wieder unter die 2%-Grenze zu bringen.<sup>21</sup>

Im zweiten Halbjahr 2000 hat sich auch das Wirtschaftswachstum im Euroraum verlangsamt. Der Preisanstieg für Energie- und Nahrungsmittel dämpft den privaten Konsum, der zuvor den Konjunkturaufschwung wesentlich getragen hatte. Er bindet Einkommen, die durch die in vielen Eurostaaten eingeleiteten Steuerreformen freigesetzt werden sollten. Angesichts der weltweiten Konjunkturabkühlung sind auch von der Exportseite keine Konjunkturimpulse zu erwarten. Die Wachstumsprognosen für 2001 lagen Mitte des Jahres für den Euroraum zwischen 2% und 2,5%. Die Schätzungen sind mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, insbesondere im Hinblick auf die Wirtschaftsentwicklung in den USA.<sup>22</sup> Für Deutschland, die größte Volkswirtschaft im Euroraum, wurden die Wachstumsraten nach einem Wachstum von 3% im Vorjahr für 2001 mehrfach nach unten revidiert und lagen Mitte des Jahres bei nur noch 1,2–1,7%.<sup>23</sup> Auch in anderen Mitgliedstaaten gehen die Wachstumsraten merklich zurück.<sup>24</sup>

## Große Eurostaaten passen sich langsamer an

Vergleicht man die wirtschaftlichen Ergebnisse in den einzelnen Eurostaaten, war die Entwicklung keineswegs so einheitlich, wie man es unter den Bedingungen einer gemeinsamen Währung vielleicht hätte erwarten können. Die Spannweite zwischen der höchsten und der niedrigsten Inflationsrate stieg von

<sup>16</sup> EZB, Jahresbericht 2000, S. 43.

<sup>17</sup> Vgl. Ernst Welteke, Erfolge und Perspektiven der Euro-Wirtschaft. Vortrag des Präsidenten der Deutschen Bundesbank beim Industrieclub in Düsseldorf am 20. 2. 2001, abgedr. in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, 20. 2. 2001, S. 2–5.

<sup>18</sup> Nach der Definition der EZB besteht Preisstabilität, wenn der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) unter 2% liegt.

<sup>19</sup> EZB, Jahresbericht 2000, S. 35.

<sup>20</sup> Die Preise für Energieprodukte stiegen im Mai 2001 um 8,6%, für unverarbeitete Nahrungsmittel um 9% und für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) um 1,6%; EZB, Monatsbericht Juli 2001, S. 21.

<sup>21</sup> Vgl. u.a. Michael H. Stierle, Es droht keine Stagflation, in: *Börsenzeitung* (Frankfurt a. M.), 13.6.2001, abgedr. in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln (19.6.2001) 28, S. 5.

<sup>22</sup> Welche Auswirkungen die Ereignisse vom 11. September 2001 für die wirtschaftliche Entwicklung und den Euro-Dollarkurs haben könnten, läßt sich zur Zeit des Manuskriptabschlusses noch nicht abschätzen.

<sup>23</sup> Nach den Ende Juni bekanntgegebenen Schätzungen des Ifo-Instituts wird das Wachstum 2001 nur noch 1,2% betragen; das DIW-Berlin rechnete Anfang Juli nur noch mit einem Wachstum von 1%. Die Deutsche Bundesbank hielt Mitte des Jahres ein Wachstum von 1,7% für möglich.

<sup>24</sup> Nach Berechnungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung verringerte sich das Wirtschaftswachstum in Frankreich von 2,5% im vierten Quartal 2000 auf weniger als 2% im ersten Quartal 2001 und halbierte sich in den Niederlanden auf 1,2%; DIW-Wochenbericht, 68 (28. 6. 2001) 26, S. 385.

1998 nur 0,7 Prozentpunkten auf 2,5 für 1999 und 3,8 im Jahr 2000 (Irland 5,35% gegenüber Frankreich 1,8%).<sup>25</sup> Mit Blick auf mögliche Auswirkungen für die Preisstabilität im Euroraum ist bei der Streuung der Inflationsraten allerdings das wirtschaftliche Gewicht des jeweiligen Landes zu berücksichtigen: Eine Preissteigerung von 5% in Irland geht mit gerade mal 0,05% in den Euro-Preisindex ein, während zum Beispiel 5% Inflation in Deutschland den Index um 1,73% nach oben treiben würde.<sup>26</sup>

Im Inflationsgefälle des Euroraums spiegeln sich unterschiedliche Konjunkturverläufe. Sie sind zum Teil als Folge der vor dem Eintritt in die dritte WWU-Stufe erreichten Zinskonvergenz zu sehen, die für Eurostaaten mit zuvor schwachen Währungen die Finanzierungsbedingungen erheblich verbesserte. In Ländern mit traditionell hoher Währungsstabilität und dementsprechend niedrigeren Zinsen änderte sich das Zinsniveau dagegen wenig.<sup>27</sup> Besonders hohe Wachstumsraten wurden 1999/2000 in einigen der kleineren und in sogenannten Randstaaten erzielt. An der Spitze steht Irland mit einer Zuwachsrate von 10–11%, gefolgt von Luxemburg mit 8,1%, von Finnland 5,7% sowie Spanien und Belgien mit etwa 4%.<sup>28</sup> Wirtschaftliche Überhitzungserscheinungen und lokale Kapazitätsengpässe führten vor allem in Irland zu einem verstärkten Preisauftrieb, was dem Land im Februar 2001 eine Empfehlung des EcoFin-Rates einbrachte, beabsichtigte Steuersenkungen zurückzustellen.<sup>29</sup>

Sieht man in der insgesamt günstigen Wirtschaftsentwicklung im Euroraum auch einen Bonus des

Euro, scheint dieser Effekt in großen Mitgliedsländern weniger stark zu Buche zu schlagen. Von den drei größten Eurostaaten, die zusammen gut 70% der Wirtschaftsleistungen im Euroraum erbringen und damit das Gesamtergebnis wesentlich bestimmen, konnte nur Frankreich mit einem durchschnittlichen Wachstum von etwas mehr als 3% im Zeitraum 1998–2000 ähnlich gute Ergebnisse erzielen wie der Euroraum insgesamt. In Deutschland und Italien kam das Wirtschaftswachstum nur langsam in Gang. Es stieg von 1999 nur 1,6% bzw. 1,4% im Jahr 2000 auf 3% bzw. 2.8% und schwächte sich dann wieder ab.

In Italien half der Eurobonus in Form sinkender Zinsen für die Staatsschuld der Regierung das finanzpolitische Konvergenzkriterium zu erreichen und hat den relativ kurzen Konjunkturaufschwung stimuliert, insgesamt aber noch keine nachhaltigen Effekte gezeigt.<sup>30</sup> Für Deutschland, mit einer traditionell hohen Geldwertstabilität, und Frankreich, mit einer über die Jahre hinweg ebenfalls stabilen Währung, brachte der Euro kaum einen zusätzlichen Vertrauensgewinn. Die wirtschaftlichen Vorteile, die durch den großen Wirtschaftsraum ohne Wechselkursrisiko entstehen, dürften erst im Laufe der Zeit spürbar werden.

Den großen Staaten scheint es auch schwerer zu fallen, sich auf das »Wirtschaften unter Euro-Bedingungen« einzustellen. Anders als kleine Eurostaaten mit einem hohen Öffnungsgrad, die sich schon immer an einen äußeren Bedingungsrahmen anpassen mußten, haben die großen Eurostaaten wohl eher noch das Gefühl, über eine gewisse Autonomie zu verfügen.<sup>31</sup> Bei der Haushaltskonsolidierung schneiden sie schlechter ab als die meisten anderen Eurostaaten, die für 2000 bereits das mit dem Stabilitätspakt angestrebte Ziel mittelfristig ausgeglichener Haushalte oder eines Haushaltsüberschusses erreicht haben.<sup>32</sup>

<sup>25</sup> Vgl. auch Hermann *Remsperger*, Konvergenzen und Divergenzen in der Europäischen Währungsunion. Vortrag für die Historiker-Konferenz »Conflict Potentials in Monetary Unions«, Kassel, 25.4.2001, abgdr. in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, (27.4.2001) 20, S. 3–7 (4).

<sup>26</sup> Wilfried *Herz*, Der Kampf um den Euro hat gerade erst begonnen, in: *Die Zeit*, 13.6.2001.

<sup>27</sup> Auf diesen Zusammenhang weist insb. Hermann *Remsperger* hin; *ders.*, Konvergenzen und Divergenzen [Anm. 25], S. 4.

<sup>28</sup> Zahlen des HWWA für das Jahr 2000 in: *Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv*, Info 4/2001, S. 2.

<sup>29</sup> Es war das erste Mal, daß der EcoFin eine solche Empfehlung ausgesprochen hat. Irland hat einen Haushaltsüberschuß von 4% BIP und damit nicht gegen den Stabilitätspakt verstoßen. Der EcoFin-Rat war jedoch der Ansicht, daß die budgetären Planungen Irlands nicht mit den vom Europäischen Rat verabschiedeten Grundzügen der Wirtschaftspolitik zu vereinbaren sind. Inzwischen geht man davon aus, daß der Konjunkturrückgang in den USA auch die Überhitzungserscheinungen in der irischen Wirtschaft dämpfen wird.

<sup>30</sup> Beobachter weisen allerdings darauf hin, daß sich in Italien das »soziale und politische Umfeld erheblich verändert, mit der Folge, daß sich der Strukturwandel beschleunigt und die immer noch zahlreichen Verkrustungen schneller aufgebrochen werden« (Oscar-Erich *Kuntze*, Italien: Schon bald ein »Miracolo economico«?, in: *ifo Schnelldienst*, 54 [18.7.2001] 13, S. 53–59 [53]).

<sup>31</sup> So spielt zum Beispiel in der deutschen innenpolitischen Debatte über Maßnahmen zur Konjunkturbelebung die Frage ihrer Vereinbarkeit mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt kaum eine Rolle.

<sup>32</sup> Unter Abzug der Sondererlöse aus Mobilfunklizenzen weist Deutschland für das Jahr 2000 ein öffentliches Defizit von 1% BIP aus, Frankreich 1,4% BIP und Italien 1,3% BIP. Von

Die großen Eurostaaten haben sich in ihren Stabilitätsprogrammen zwar ebenfalls zu mittelfristig ausgeglichenen Haushalten verpflichtet, in Deutschland bis 2004.<sup>33</sup> Mit nachlassender Konjunktur wird dieses Haushaltsziel nicht nur schwieriger zu erreichen sein; es fehlt auch die Manövriermasse für eine antizyklische Haushaltspolitik. Hinzu kommt, daß gerade in den großen Eurostaaten die für eine nachhaltige Haushaltskonsolidierung erforderlichen Reformen nur teilweise durchgeführt wurden. Nimmt man eine niedrige Arbeitslosenquote als Indiz für anpassungsfähige Arbeitsmärkte, schneiden einige kleinere Eurostaaten – Irland (4,3%), Luxemburg (2,2%), die Niederlande (2,5%), Österreich (3,7%), Portugal (4,2%) – wesentlich besser ab als die drei Großen, Deutschland (8%), Frankreich (9,5%), Italien (10,5%), sowie Spanien mit 14,1% für 2000.<sup>34</sup>

### Erste Probe für den Stabilitätskonsens

Mit der Verdreifachung der Ölpreise und dem internationalen Konjunkturerinbruch erlebt die WWU ihren ersten »externen Schock«. Wie die Eurostaaten mit der Konstellation steigender Inflation und rückläufigem Wirtschaftswachstum umgehen, könnte man als eine erste Probe für ihren stabilitätspolitischen Zusammenhalt ansehen.<sup>35</sup> Der Rückgang der Konjunk-

den übrigen elf Eurostaaten haben für das Jahr 2000 nur noch Österreich (1,8%) und Portugal (1,7%) vergleichbar hohe bzw. höhere öffentliche Defizite. Alle drei Nicht-Eurostaaten haben einen Haushaltsüberschuß. *Rat der Europäischen Union, Aktualisierte Stabilitäts- und Konvergenzprogramme, Juni 2001. Empfehlung des Rates vom 15. Juni 2001 zu den Grundzügen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft (UEM65/ECOFIN 152/ SOC 218/ MI 99), S. 14.*

<sup>33</sup> Frankreich und Italien wollen das öffentliche Defizit bis 2004 auf 0,2% bzw. 0,3% BIP reduzieren; ebd.

<sup>34</sup> HWWA-Info, 4/2001, S. 2.

<sup>35</sup> In den Ölpreiskrisen der 70er Jahre haben die Mitgliedstaaten unterschiedliche Prioritäten gesetzt, um die Folgen zu bekämpfen. Einige haben der Rückführung der Inflation Vorrang eingeräumt, andere haben die Konjunktur zu beleben versucht und dafür höhere Preissteigerungen in Kauf genommen. Der erste Anlauf zur WWU scheiterte an diesen Unvereinbarkeiten. Ein Paradigmenwechsel in den 80er Jahren trug dazu bei, dem Ziel der Preisstabilität allgemein hohe Aufmerksamkeit zu sichern. Bezeichnend für diese Veränderung ist, daß der derzeitige Anstieg des Ölpreises primär als Inflationsfaktor gesehen wird. Die nachlassende Konjunktur wird vor allem mit dem Konjunkturerinbruch in den USA in Verbindung gebracht. Die wirtschaftspolitische Konstellation ist jedoch ähnlich, wenn auch weniger dramatisch als Anfang der 70er Jahre.

tur hat eine Debatte angestoßen, ob die finanzpolitischen Stabilitätsprogramme und auch die Geldpolitik nicht »konjunkturfreundlicher« ausgerichtet werden müßten.<sup>36</sup> Für Schlagzeilen sorgte im August 2001 eine Meldung im Handelsblatt, wonach die Finanzminister der Eurostaaten den strengen Sparkurs vorübergehend verlassen wollten; sie wurde umgehend richtiggestellt.<sup>37</sup> Die Empfehlung des EcoFin-Rates im Juni, die konjunkturpolitischen Stabilisatoren in den öffentlichen Haushalten zur Geltung kommen zu lassen, hatte zu ähnlichen Deutungen geführt.<sup>38</sup>

In den Empfehlungen zu den »Grundzügen der Wirtschaftspolitik«, die der EcoFin-Rat am 5. Juni 2001 in Luxemburg verabschiedete, wird festgestellt, daß »die meisten Mitgliedstaaten ... bei ihrem Haushalt eine Mindestposition erreicht (haben), die es ihnen erlaubt, auf die automatischen Stabilisatoren zu vertrauen, ohne Gefahr zu laufen, die Grenzen zu einem übermäßigen Defizit zu überschreiten.«<sup>39</sup> Damit wird toleriert, das der Haushaltssaldo durch konjunkturbedingte Steuerausfälle vorübergehend von der im Stabilitätsprogramm dargelegten Haushaltsplanung abweicht; allerdings nur wenn die Mitgliedstaaten bereits entsprechende Erfolge bei der Haushaltskonsolidierung aufzuweisen haben. Vorgezogene Steuersenkungen und andere Maßnahmen, die das Haushaltsdefizit in die Höhe treiben, sind nach dieser Formulierung nicht zulässig.

<sup>36</sup> Die Wirtschaftsforschungsinstitute haben im Frühjahrsgutachten 2001 vorgeschlagen, das Konzept der Haushaltskonsolidierung nicht an der Höhe der öffentlichen Defizite zu orientieren, sondern wie in den USA an einem mittelfristig festgelegten Ausgabenpfad. Ein konjunkturbedingter Rückgang der Staatseinnahmen müßte dann nicht unbedingt durch Ausgabenkürzungen kompensiert werden. Vgl. *Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute, Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2001, Berlin, 6.4.2001, S. 80* (hektogr. Manuskript). Gegen diesen Vorschlag spricht, daß Ausgabenziele leichter manipulierbar sind und sich schwieriger überprüfen lassen; vgl. Jürgen Stark, Wer am Stabilitätspakt rüttelt, beschädigt den Euro, in: Handelsblatt, 24.8.2001, S. 8.

<sup>37</sup> Eichel hält am Stabilitätspakt fest. Yahoo! Schlagzeilen, Deutschland, 20.8.2001. Die Meldung im Handelsblatt am gleichen Tag bezog sich insbesondere auf die Schwierigkeiten Deutschlands und Italiens, die Stabilitätsprogramme einzuhalten.

<sup>38</sup> EU öffnet Schlupfloch, in: Handelsblatt, 6.6.2001, S. 2.

<sup>39</sup> *Rat der Europäischen Union, Empfehlung des Rates vom 15. Juni 2001 zu den Grundzügen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft [Ann. 32], S. 13.*

Der deutsche Finanzminister hat bei der EcoFin-Sitzung im Juni versichert, die im Stabilitätsprogramm festgelegten Obergrenzen für das öffentliche Defizit von 1,5% BIP im laufenden Jahr und einem Prozent für 2002 einhalten zu wollen. Die italienische Regierung unter Berlusconi, die im Wahlkampf mit Steuersenkungen geworben hatte, wurde gedrängt, ihre Haushaltspläne offenzulegen.<sup>40</sup> Abgesehen von dem im Stabilitätspakt definierten Sanktionsfall eines übermäßigen öffentlichen Defizits hat die EU jedoch keine Durchsetzungsinstrumente. Ein Problem besteht darin, daß gerade die großen Euroländer, Deutschland, Frankreich und Italien, das Ziel ausgeglichener Haushalte noch nicht erreicht haben, und die öffentlichen Defizite wieder ansteigen. Sie setzen mit ihrem Budgetverhalten Maßstäbe für andere Mitgliedstaaten und tragen insofern auch besondere Verantwortung dafür, daß der Stabilitätskonsens erhalten bleibt.

Als neue Institution wurde die Europäische Zentralbank in den ersten Eurojahren besonders kritisch beobachtet. Sie wurde von verschiedenen Seiten – auch im an sich um ihre Unabhängigkeit besorgten Deutschland – mit »Ratschlägen« bedacht, es der amerikanischen Federal Reserve gleichzutun und die Geldpolitik an den Anforderungen der Konjunktur und der Finanzmärkte auszurichten. Die EZB hat die Unabhängigkeit behauptet, nicht auf solche Forderungen einzugehen, befindet sich aber selbst in der »Zwickmühle« einander widersprechender Inflationssignale: »Einerseits signalisieren das nachlassende Wachstum und die geringere Expansion der Geldmenge, daß der Inflationsdruck schon bald wieder nachlassen und die Zinsen daher eigentlich gesenkt werden könnten. ... Andererseits sind die Preise zuletzt viel stärker gestiegen als erwartet.«<sup>41</sup>

Vorhersagen, daß es für 2002 gelingen könnte, die Preisteigerungsrate wieder unter die 2%-Grenze zu bringen, sind an die Voraussetzung gebunden, daß der Wettbewerb stark genug ist, um sogenannte Zweit-rundeneffekte zu unterbinden, daß die Tarifpartner im Vertrauen auf eine baldige Rückkehr zur Preistabilität an einer mäßigen Lohnpolitik festhalten, und daß die EZB den Preisauftrieb nicht geldpolitisch alimentiert.<sup>42</sup> Das Verhalten der Tarifpartner in der

WWU galt für viele Euroskeptiker als Unsicherheitsfaktor. In Anbetracht der sehr unterschiedlichen Traditionen und einer in der Vergangenheit hohen Lohninflation in einigen Eurostaaten, war zumindest offen, inwieweit die Lohnpolitik die stabilitätspolitischen Ziele der WWU mittragen würde.<sup>43</sup>

Besonders groß waren die Disparitäten im Lohnverhalten in den 70er Jahren, als auch die Wirtschaftspolitiken in den heutigen Eurostaaten sehr stark divergierten. Im Laufe der 80er Jahre näherte sich die Lohnentwicklung langsam an.<sup>44</sup> Die Einführung fester Wechselkurse im Europäischen Währungssystem und die immer seltener werdenden EWS-Leitkursanpassungen trugen dazu bei, die Lohninflation zu dämpfen. In den südlichen Mitgliedstaaten – Italien, Portugal und Spanien, die den EWS-Wechselkursmechanismus nur bedingt oder noch nicht anwandten – fiel die Lohnpolitik wesentlich expansiver aus als in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden, die zu den Kernländern des EWS zählten.<sup>45</sup> Besonders ausgeprägt war die disziplinierende Wirkung des Wechselkurses für das Lohnverhalten der sogenannten »DM shadows«, der Niederlande und Österreichs, die ihre Währung fest an die D-Mark gebunden hatten.<sup>46</sup>

Für die 90er Jahre läßt sich eine relativ moderate und konvergierende Lohnentwicklung in den Eurostaaten feststellen. Diese Entwicklung spiegelt die insgesamt ähnlicher gewordenen makroökonomischen Rahmenbedingungen im Vorfeld der dritten Stufe der WWU wider, insbesondere die Annäherung der Inflationsraten auf einem niedrigen Niveau. Für die gesamte bisherige Eurozeit wird den Tarifpartnern ein durchweg gemäßigtes Lohnverhalten bescheinigt.

*Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln (19.6.2001) 28, S. 5.*

**43** Befürchtet wurde insb. auch, die größere Transparenz im Euroraum könnte in Niedriglohngebieten zu übermäßigen Forderungen nach Lohnangleichungen führen. Zu den verschiedenen Argumentationsketten bezüglich der Lohn- und Einkommenspolitik vgl. auch *Deubner, Währungsunion ohne Politische Union?* [Anm. 2], S. 43.

**44** Über das längerfristige Lohnverhalten in den Eurostaaten liegen zwei Untersuchungen vor, auf die im folgenden Bezug genommen wird. Daniel Gros/Carsten Hefeker, *Labour Costs and Wage Policy Within the EMU*, Luxemburg 1999 (Europäisches Parlament, Economic Affairs Series, Nr. 3) sowie Charlotte Lauer, *The Effect of European Economic and Monetary Union on Wage Behaviour*, Bonn, März 1999 (*Institut zur Zukunft der Arbeit (IZA)*, Discussion Paper Nr. 36).

**45** Lauer, *The Effect* [Anm. 44] (zusammenfassende Bewertung).

**46** Gros/Hefeker, *Labour Costs* [Anm. 44], S. 11.

**40** Vgl. EU öffnet Schlupfloch [Anm 38] sowie Stabilitätspakt setzt Berlusconi Grenzen, ebd., 16.5.2001, S. 3.

**41** Birgit Marschall/Nobert Häring, Inflationsschub in der Euro-Zone; in: *Financial Times Deutschland*, 19.6.2001.

**42** Vgl. u.a. Michael H. Stierle, Es droht keine Stagflation, in: *Die Börsenzeitung* (Frankfurt a. M.), 13.6.2001, abgedr. in:

Auch als sich bereits ein Anstieg der Teuerungsrate abzeichnete, blieben die Tarifabschlüsse moderat.<sup>47</sup>

Faßt man diese Beobachtungen zusammen, hat die WWU einen für einige Eurostaaten erstaunlichen Wandel in den wirtschaftspolitischen Verhaltensweisen bewirkt. Der Stabilitätskonsens, der sich bereits in der Zeit vor dem Euro entwickelte, hat sich bisher als beständig erwiesen, wohl nicht zuletzt in der Erwartung der Akteure, daß sie im Stabilitätsverbund der WWU auf Dauer ein besseres Wirtschaftswachstum und eine höhere Beschäftigung erzielen können.

<sup>47</sup> EZB, Monatsbericht Juli 2001, S. 26.

## Der »unerledigte« Teil der WWU

### Wirtschaftsdynamik durch Strukturreformen

Der EU ist es bisher nicht gelungen, »ihre großen ›assets‹ – den gemeinsamen Binnenmarkt und die gemeinsame Währung – in nachhaltige wirtschaftliche Dynamik umzumünzen.«<sup>48</sup> Auch in dem nach europäischen Maßstäben »guten« Wachstumsjahr 2000 blieb die Zuwachsrate in der EU wie im Euroraum mit 3,4% deutlich hinter den im vergleichbar großen amerikanischen Wirtschaftsraum erzielten 5% zurück. Die Arbeitslosenquote sinkt nur langsam und ist mit über 8% im Euroraum doppelt so hoch wie in den USA.<sup>49</sup> Die Korrektur der Wachstumsraten nach unten demonstriert außerdem die nach wie vor große Abhängigkeit der Euro-Volkswirtschaften von der amerikanischen Konjunkturentwicklung.

Die wirtschaftspolitische Annäherung der Eurostaaten, die Rückführung der Staatsschuld, die für den Euroraum insgesamt größere Geldwertstabilität und die damit verbundene Senkung des Zinsniveaus haben zwar insgesamt günstigere Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum geschaffen. Die marktwirtschaftlichen Wachstumskräfte werden jedoch durch veraltete Strukturen, einzelstaatliche Regulierungen und den noch unvollendeten Binnenmarkt weiterhin behindert. Ziemlich einhellig ist die Beurteilung, daß – bei aller Würdigung der bereits stattfindenden Reformen – zur Erreichung eines nachhaltig höheren Wachstumspfades eine Fortsetzung und Beschleunigung der Modernisierungsprozesse erforderlich ist.<sup>50</sup>

Die Notwendigkeit struktureller Reformen wurde auch vom Europäischen Rat in Cardiff am 15./16. Juni 1998 ausdrücklich anerkannt. »Eine anhaltende Haushaltskonsolidierung und eine nachhaltige wirtschaftliche Reform sind von wesentlicher Bedeutung, wenn die Union die Herausforderungen der Globalisierung,

der Wettbewerbsfähigkeit, der Beschäftigungsförderung und der sozialen Integration erfolgreich bewältigen soll.«<sup>51</sup> Beim Europäischen Rat in Köln am 3./4. Juni 1999 wurde der sogenannte Cardiff-Prozeß zu einer der drei Säulen des »Europäischen Beschäftigungspaktes« erklärt.<sup>52</sup> Im März 2000 verabschiedete der Europäische Rat in Lissabon eine Strategie, die die EU bis zum Jahr 2010 zum »wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum in der Welt« machen soll.<sup>53</sup>

Eckpunkte dieser Zukunftsstrategie sind die bessere Nutzung neuer Technologien für eine Gesellschaft der Innovation und des Wissens, die Verbesserung der Beschäftigungsmöglichkeiten durch eine höhere Qualifikation und größere Mobilität, die Schaffung eines unternehmensfreundlichen Umfeldes, die Modernisierung des europäischen Sozialmodells, Reformen der Steuer- und Sozialsysteme sowie die Beseitigung noch bestehender Schranken im Binnenmarkt und die Stärkung des Wettbewerbs. Das Konzept ist marktwirtschaftlich orientiert und greift mit der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und der Reform der Sozialsysteme heikle Themen auf. Die Agenda ist umfangreich und wurde bei den folgenden Gipfeltreffen noch ergänzt.<sup>54</sup>

Die Strukturreformen müssen im wesentlichen von den Mitgliedstaaten in eigener Verantwortung bewältigt werden. Hinzu kommt ein großes Paket von Maßnahmen, die auf der Ebene der EU ergriffen werden müssen, um die Wirksamkeit des europäi-

<sup>48</sup> Barbara Böttcher, EU-Strukturreformen: Keine Zeit für Selbstgefälligkeit, in: *Deutsche Bank Research*, Bulletin Aktuelle Wirtschafts- und Währungsfragen, 10.5.2001, S. 17–24 (23).

<sup>49</sup> *Internationaler Währungsfonds*, World Economic Outlook, Mai 2001, Washington, D.C., 2001, S. 21.

<sup>50</sup> Vgl. u.a. Can Domestic Demand Sustain European Growth?, ebd., S. 20–24 sowie Horst Siebert, Die Politik muß von der Konjunkturfixierung wegkommen, in: *Handelsblatt*, 10.5.2001, S. 10.

<sup>51</sup> Europäischer Rat in Cardiff, 15./16. Juni 1998, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. III, 7.

<sup>52</sup> Europäischer Rat in Köln, 3./4. Juni 1999, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, Anhang I: Entschließung des Europäischen Rates über den Europäischen Beschäftigungspakt. Der Beschäftigungspakt enthält drei Elemente: die vom Europäischen Rat in Luxemburg am 20./21.11.1997 beschlossene »koordinierte Beschäftigungsstrategie«, den Cardiff-Prozeß und den in Köln beschlossenen »makroökonomischen Dialog« unter Beteiligung des EcoFin-Rates, des Rates Arbeit und Soziales, der Kommission, der EZB und der Sozialpartner.

<sup>53</sup> Europäischer Rat in Lissabon, 24. März 2000, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. I. 5.

<sup>54</sup> Seit Frühjahr 2001 tritt der Europäische Rat jährlich zu einer Sondertagung über Wirtschafts- und Sozialfragen zusammen.



schen Binnen- und Finanzmarktes zu verbessern. Bei der Modernisierung der nationalen Systeme kann die EU nur »Hilfestellung« leisten. Zielvorgaben, Überprüfungsberichte, der Austausch von Erfahrungen und die Bewertung der »besten Praktiken« sollen die Mitgliedstaaten dazu anhalten. Soweit es sich um Reformen handelt, die für die Struktur der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben relevant sind, sind sie zugleich eine Voraussetzung für eine dauerhafte Konsolidierung der Staatshaushalte. Die Erfolge, die die Mitgliedstaaten bisher bei der Rückführung der öffentlichen Defizite zu verzeichnen haben, sind zum Teil einer konjunkturbedingt günstigen Entwicklung der Steuereinnahmen sowie – für einige Eurostaaten – dem deutlich niedrigeren Zinsniveau zu verdanken.

Folgt man dem Reformbericht, den der Ausschuß für Wirtschaftspolitik für den EcoFin-Rat zur Weitergabe an den Europäischen Rat für den ersten Sondergipfel »über Wirtschafts- und Sozialfragen« am 23./24. März 2001 in Stockholm erstellt hat, standen in den Mitgliedstaaten Steuerreformen ganz oben auf der Agenda. In vielen Mitgliedstaaten wurden die Spitzensätze der Einkommenssteuer gesenkt und die Systeme beschäftigungsfreundlicher gestaltet. Die Rentensysteme wurden ebenfalls in einigen Ländern reformiert; die meisten Mitgliedstaaten haben aber noch kein umfassendes Konzept entwickelt, um die zunehmende Beanspruchung der Rentenkassen durch eine alternde Bevölkerung zu finanzieren. Wenig Fortschritt gab es bei der Reform der staatlichen Wohlfahrtssysteme und der Arbeitsmärkte.<sup>55</sup>

Nimmt man die gesamte Breite der für notwendig erachteten Modernisierungsmaßnahmen, gibt es kein Mitgliedsland, das für alle Probleme bereits »optimale Antworten« gefunden hat. Bei der im Lissabon-Prozeß eingeführten Bewertung von »good practices« ist mal der eine, mal der andere Mitgliedstaat Vorbild. Deshalb kann »der Ansatz, die Entwicklungen zwischen den Mitgliedstaaten bis in die einzelnen wirtschaftspolitischen Maßnahmen hinein zu beobachten, sinnvoll« sein.<sup>56</sup> Das Berichterstattungs- und Bewertungsverfahren fördert den Erfahrungsaustausch und hilft einzelnen Mitgliedstaaten vielleicht auch bei der Durchsetzung unpopulärer Maßnahmen. Die Tendenz, das Verfahren immer mehr zu vervollkommen, unter anderem mit Hilfe von Strukturindikatoren, die zum

<sup>55</sup> *Economic Policy Committee, Annual Report on Structural Reforms 2001*, Brüssel, 6.3.2001 (ECFIN/EPC/171/01), S. 5. An dem Bericht waren Vertreter der 15 EU-Staaten, die EZB und die Kommission beteiligt.

<sup>56</sup> *Böttcher, EU-Strukturereformen* [Anm. 48], S. 18.

Teil erst statistisch verfügbar gemacht werden müssen, läuft aber auch Gefahr, zu viele Energien in Koordinierungsanstrengungen zu binden, die vielleicht an anderer Stelle besser eingesetzt werden könnten.<sup>57</sup>

## Der unvollendete Binnenmarkt

Überzeugungsargument, die Reformen fortzusetzen und zu beschleunigen, ist der Standortwettbewerb. Euro und Binnenmarkt werden gerne als »Schule« für die Einübung globaler Wettbewerbsfähigkeit betrachtet. Die Unvollkommenheiten des Binnenmarktes lassen aber noch viele Nischen, in denen veraltete Strukturen fortbestehen können. Entgegen gängigen Vorstellungen, wurde der europäische Binnenmarkt mit dem Euro noch nicht vollendet. Für besonders empfindliche Bereiche wurden längere Übergangsfristen festgelegt, die bereits in die Eurozeit reichen.

Auch dort, wo der gemeinsame Binnenmarkt eigentlich schon besteht, ist er nicht so freizügig wie erwartet. Nahezu 13% der bereits erlassenen Binnenmarkttrichtlinien wurden noch nicht in allen Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt.<sup>58</sup> Das geltende Binnenmarktrecht wird häufig nicht konsequent angewandt. Ermessensspielräume bei der gegenseitigen Anerkennung nationaler Rechtsvorschriften tragen dazu bei, daß sich Barrieren, die eigentlich abgebaut werden sollen, verfestigen. Der Schritt vom Heimatmarkt zum europäischen Markt ist – gerade für kleinere Unternehmen – oft mit zusätzlichem Aufwand verbunden, der sie davon abhält, das Binnenmarktpotential auszuschöpfen.<sup>59</sup>

In den ordnungspolitischen Fragen, der Schaffung eines geeigneten Rechtsrahmens für privatwirtschaftliche Binnenmarkttransaktionen, läuft die EU häufig der Entwicklung hinterher. So hat es fast 30 Jahre

<sup>57</sup> Zu dieser Bewertung vgl. auch ebd., S. 23. Christian Deubner weist darauf hin, daß der Europäische Rat mit immer neuen Zielvorgaben, Forderungen und Ankündigungen den »Druck auf die ‚nationale Ebene‘ in problematischer Weise erhöht, ohne daß eine entsprechende Handlungskapazität geschaffen werden kann« (*Deubner, Währungsunion ohne Politische Union* [Anm. 2], S. 67).

<sup>58</sup> *EU-Kommission, Gemeinsam die Dynamik erhalten. Überprüfung der Binnenmarktstrategie im Jahr 2001*, Brüssel, April 2001 (Kom(2001)198 end.), S. 5.

<sup>59</sup> Besonders aufschlußreich war in diesem Zusammenhang die Tagung des Arbeitskreises Europäische Integration und des Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archivs, »Der unvollendete Binnenmarkt«, Hamburg, 21.–23.6.2001.

gedauert, bis sich die Staats- und Regierungschefs in Nizza im Dezember 2000 über die Grundsätze der Rechtsform einer Europäischen Aktiengesellschaft einigen konnten. Das vom Europäischen Rat in Feira im Juni 2000 grundsätzlich gebilligte Steuerpaket<sup>60</sup> muß auch nach den Reformen des Nizza-Vertrages im Rat einstimmig verabschiedet werden.

Der Europäische Rat von Lissabon hat den europäischen Binnenmarkt als »Herzstück« der Zehn-Jahres-Strategie bezeichnet, die Europa »zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum in der Welt« machen soll. Vorrangige Vorhaben sollen sein: der Abbau noch bestehender Barrieren im Dienstleistungsbereich, die beschleunigte Öffnung der Märkte für Elektrizität, Gas und Postdienstleistungen, die Liberalisierung des Zugangs zu den Transportnetzen, die Regulierung des europäischen Luftraums, die Verbesserung des Zugangs zu den öffentlichen Beschaffungsmärkten, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, die Vereinfachung der Verwaltungsbestimmungen sowie die Schaffung eines integrierten europäischen Marktes für Finanzdienstleistungen.<sup>61</sup> Die Aktionspläne zur Vervollständigung des Binnenmarktes und zur besseren Nutzung des europäischen Finanzmarktes sind nach Umfang und Schwierigkeit durchaus mit dem Binnenmarktprogramm 1992 zu vergleichen. Die Fortschritte, die in diesem Bereich bisher erzielt wurden, sind jedoch enttäuschend.<sup>62</sup>

Die Eurostaaten haben in einem so zentralen Bereich wie der Geldpolitik auf nationale Souveränität verzichtet. Sie haben zum Teil erhebliche Anstrengungen gemacht, um in die WWU aufgenommen zu werden, tun sich nun jedoch schwer, im Binnenmarkt Ordnungsstrukturen zu schaffen, die für eine effiziente Nutzung des gemeinsamen Geldes erforderlich sind.<sup>63</sup> Die Kommission schließt ihren Binnen-

marktbericht 2001 mit der Feststellung: »Eine Kluft tut sich auf zwischen Worten und Taten.« Versprechungen, die der Europäische Rat macht, werden zu häufig auf den unteren Entscheidungsebenen nicht umgesetzt. Um dies zu verhindern, benötigen die Prioritäten und Zeitvorgaben, die im Lissabon-Prozeß für die Vervollständigung des Binnenmarktes gesetzt werden, mehr »politisches Augenmerk«.<sup>64</sup>

<sup>60</sup> Es enthält neben der Besteuerung von Zinserträgen einen Verhaltenskodex für die Unternehmensbesteuerung (kein Steuerdumping) sowie Regelungen für die Zahlung von Zinsen und Lizenzgebühren zwischen miteinander verbundenen Unternehmen.

<sup>61</sup> Europäischer Rat in Lissabon, 24. März 2000, Schlußfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. I.

<sup>62</sup> Die EU-Kommission stellt im Binnenmarktbericht 2001 fest: »Von 36 Zielvorhaben, die bis Juni 2001 abgeschlossen sein sollten, werden voraussichtlich nur 20 (56%) rechtzeitig beendet werden« (*EU-Kommission*, Gemeinsam die Dynamik erhalten. Überprüfung der Binnenmarktstrategie im Jahr 2001 [Anm. 58], S. 4).

<sup>63</sup> Zum Problem, den Abbau der Binnenmarktgrenzen mit einer gemeinschaftlichen Ordnungspolitik zu verbinden, vgl.

insb. Jens van Scherpenberg, Ordnungspolitik im EG-Binnenmarkt: Auftrag für die Politische Union, Baden-Baden 1992 (*Stiftung Wissenschaft und Politik*, Aktuelle Materialien zur Internationalen Politik, Bd. 32).

<sup>64</sup> *EU-Kommission*, Gemeinsam die Dynamik erhalten [Anm. 58], S. 21.

## Europäischer Finanzraum eilt der Politik davon

### Der Euro als Katalysator innovativer Finanzdienste

Der europäische Finanzraum gewinnt durch den Euro Qualität. Niedrigere Transaktionskosten und größere Transparenz fördern den Zusammenschluß der Einzelmärkte. Aber auch nach der Euro-Einführung bestehen viele nationale Besonderheiten fort, die verhindern, daß sich der europäische Finanzraum so vollkommen integriert, wie es zum Beispiel in den USA der Fall ist. Anders als im angelsächsischen Raum herrschte bei vielen Unternehmen in den Eurostaaten traditionell die Finanzierung durch Bankkredite vor. Im Zuge des sich verstärkenden Wettbewerbs in der Globalisierung wächst auch hier der Wunsch, über die Kapitalmärkte günstigere Finanzierungsquellen zu erschließen.<sup>65</sup> Der europäische Finanzmarkt kommt diesem Bedarf entgegen; die noch bestehende Segmentierung des Marktes beeinträchtigt jedoch seine Fähigkeit, innovative Finanzierungsinstrumente bereitzustellen.

Der europäische Finanzmarkt hat durch den Euro einen Integrationsschub erhalten, der selbst Marktkenner überraschte. Unmittelbar mit der Euro-Einführung entstand der Euro-Geldmarkt. Er dient dem sehr kurzfristigen Liquiditätsausgleich im Eurogebiet und wird in dieser Funktion durch das von der EZB bereitgestellte TARGET-System unterstützt. In den einzelnen Geldmarktsegmenten ist die Integration unterschiedlich stark ausgeprägt.<sup>66</sup> Vollständig integriert ist der Markt für »ungesicherte Einlagen«.<sup>67</sup> Weniger integriert sind der Repo-Markt, auf dem kurzfristige Liquidität gegen Sicherheiten gehandelt wird, sowie die Märkte für Schatzwechsel und andere kurzfristige Wertpapiere. Hier macht sich bemerkbar, daß es für den Umgang mit Finanzsicherheiten in den

<sup>65</sup> Vgl. Norbert Walter, *The Euro: Second to (N)One*. Washington, D.C., 2000 (*American Institute for Contemporary German Studies*, German Issues, Nr. 23), S. 26.

<sup>66</sup> Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur, in: *EZB*, Monatsbericht Januar 2000, S. 37–53 (43).

<sup>67</sup> Auf diesem Markt können Banken kurzfristige Liquidität ohne die Bereitstellung von Sicherheiten anbieten bzw. erhalten.

Mitgliedstaaten sehr unterschiedliche Rechts- und Steuerbestimmungen gibt.

Besonders eindrucksvoll war das rasche Wachstum des Marktes für private Anleihen. Das Marktvolumen ist immer noch wesentlich geringer als in den USA; die Emission von Euro-Anleihen stieg jedoch allein im ersten Euro-Jahr um 285%.<sup>68</sup> Zugleich nahm die Größe der einzelnen Emissionen zu. Ein Viertel der Anleihen ging mit einem Betrag von über einer Milliarde Euro an den Markt. Vergleichbares hat es zuvor – für die einzelnen nationalen Währungen – kaum gegeben.<sup>69</sup> Treibender Faktor dieser Entwicklung war die Ausgabe großvolumiger Anleihen in Verbindung mit einer Reihe größerer Unternehmensfusionen und Übernahmen. Daß der Euro-Finanzmarkt diese Emissionen relativ problemlos aufnehmen konnte, wird als Zeichen der zunehmenden Marktvertiefung gesehen.<sup>70</sup>

An den Aktienmärkten trifft der Euro auf einen gestiegenen Bedarf der Unternehmen an alternativen Formen zur Kapitalbeschaffung und auf eine wachsende Zahl institutioneller Investoren (u.a. Pensions-, Anlagefonds und Versicherungsgesellschaften). Der europäische Kapitalmarkt erweitert die Palette der Möglichkeiten. Neu entstehende Märkte für Wachstumsunternehmen und Risikokapital können sich besser entfalten als auf den begrenzteren nationalen Märkten. Länderspezifische Investitionskriterien haben durch das Zusammenwachsen des Euroraums an Bedeutung verloren. Börsenindices, die den Euroraum oder die gesamte EU abdecken, haben sich etabliert. Das Volumen des grenzüberschreitenden Aktienhandels wächst und hat sich in Deutschland zum Beispiel seit 1997 mehr als verdoppelt.<sup>71</sup>

### Entwicklung von nationalen Rechtsvorschriften »diktiert«

Während sich die Marktteilnehmer Euro-weit orientieren, wird die Entwicklung im europäischen

<sup>68</sup> Norbert Walter, *The Euro* [Anm. 65], S. 31.

<sup>69</sup> Ebd., 32.

<sup>70</sup> Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro..., in: *EZB*, Monatsbericht Januar 2000, S. 46.

<sup>71</sup> Walter, *The Euro* [Anm. 65], S. 35.

Finanzmarkt weitgehend »von nationalen Rechtsvorschriften diktiert«.<sup>72</sup> Unterschiedliche Vorschriften und Besteuerungsregeln, das Fehlen einheitlicher Standards für die Bewertung und Rechnungslegung von Unternehmen sowie die Fragmentierung der Clearing- und Abrechnungssysteme erhöhen die Transaktionskosten und behindern die volle Entfaltung des Marktpotentials.<sup>73</sup>

Finanzprodukte sind Vertrauensgüter und verdienen somit speziellen Schutz. Die Märkte für Finanzdienstleistungen unterliegen daher einer starken Regulierung. Da bereits kleine Unterschiede im Regulierungsgrad den Wettbewerb verändern, sind die Unzulänglichkeiten des Binnenmarktes in diesem Sektor besonders spürbar.

Das Prinzip gegenseitiger Anerkennung unter Beachtung von Mindeststandards, das für die Errichtung des Binnenmarktes richtungweisend war, funktioniert im Finanzbereich besonders schlecht. Emissionen, die europaweit angeboten werden, müssen zum Beispiel eine Reihe zusätzlicher Auflagen erfüllen, um den Gepflogenheiten in den einzelnen Ländern Rechnung zu tragen. Häufige Folge ist, daß die Ausgabe auf einen kleinen Länderkreis beschränkt wird. Dies schmälert die erreichbare Kapitalbasis der Unternehmen und die Anlagemöglichkeiten der Investoren.<sup>74</sup>

Die Zeitpläne der EU kommen den sich rasch verändernden Finanzmärkten nicht nach. Über die »Richtlinie für Unternehmensübernahmen« wurde zum Beispiel zwölf Jahre verhandelt; der im Vermittlungsausschuß mit dem Rat erzielte Kompromißvorschlag wurde dann im Juli 2001 in der letzten Lesung im Europäischen Parlament abgelehnt.<sup>75</sup> Die Richtlinie über die grenzüberschreitende Zinsertragsbesteuerung ist an Bedingungen geknüpft, die ihr Inkrafttreten Ende Dezember 2002 sehr ungewiß erscheinen lassen.<sup>76</sup> Mit dem Vorhaben, einheitliche

Standards für die Rechnungslegung von Unternehmen bis zum Jahr 2005 einzuführen, kommt die EU vermutlich zu spät. Um Zugang zum amerikanischen Kapitalmarkt zu erhalten, bilanzieren einige europäische Spitzenunternehmen schon jetzt nach US-Richtlinien.<sup>77</sup>

An Analysen und Reformvorschlägen fehlt es nicht: Die Europäische Kommission hat im Mai 1999 einen »Aktionsplan für den Finanzbinnenmarkt« vorgelegt, den der Europäische Rat im März 2000 angenommen hat.<sup>78</sup> Er enthält ein umfangreiches Programm mit Vorschlägen für EU-Richtlinien, um Behinderungen und Gesetzeslücken bei grenzübergreifenden Kapitalbeschaffungen und Investitionen zu beseitigen. Der Aktionsplan soll bis zum Jahr 2005 umgesetzt werden, was angesichts der vielen Einzelmaßnahmen vielleicht ein angemessener Zeitrahmen ist, nicht aber für den Finanzbinnenmarkt.

Im Auftrag des EcoFin-Rates hat der sogenannte Lamfalussy-Ausschuß einen Bericht »Über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte« erstellt. Eine der Folgerungen lautet: »Größtes Problem: Das derzeitige Rechtssetzungssystem funktioniert nicht.« Es dauert – vom Kommissionsvorschlag bis zur abschließenden Einigung – durchschnittlich zwei Jahre, im Finanzbereich meist noch länger. Richtlinien müssen danach in nationales Recht umgesetzt werden, was mindestens weitere 18 Monate erfordert. Der Ausschuß schlägt unter anderem vor, künftig stärker mit Rechtsverordnungen zu arbeiten, die unmittelbar anwendbar sind.<sup>79</sup>

Für die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte empfiehlt der Lamfalussy-Ausschuß ein Vier-Stufen-Konzept. Es soll dazu beitragen, die Entscheidungsprozesse zu beschleunigen und die Kluft zwischen den nationalen Systemen zu überbrücken. In Stufe 1 einigen sich Rat und Europäisches Parlament auf der Grundlage eines Vorschlags der Kommission über politische Grundrichtung und Vorgaben für den jeweiligen Regelungsgegenstand sowie über Art und Umfang der Durchführungsbestimmungen. Die technischen Durchführungsmaßnahmen werden dann in

besteuerung sein sollen. Sie kann jedoch erst beschlossen werden, wenn die EU mit Drittländern »gleichwertige Maßnahmen« zur Erfassung von Zinserträgen vereinbart hat.

<sup>77</sup> Speyer, Der unvollendete Binnenmarkt [Anm. 74].

<sup>78</sup> EU-Kommission, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, Kom(1999)232.

<sup>79</sup> Schlußbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (Lamfalussy-Bericht), Brüssel, 15.2.2001, S. 19f.

<sup>72</sup> EU-Kommission, Wirtschaftsreform: Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter und Kapitalmärkte. Brüssel, 27.12.2000 (KOM (2000) 881 endg.), Berichtsanhang, S. 14.

<sup>73</sup> Ebd., S. 13.

<sup>74</sup> Bernhard Speyer, Der unvollendete Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen, in: Jürgen Schwarze (Hg.), Wirtschaftsverfassungsrechtliche Garantien für Unternehmen im europäischen Binnenmarkt, Baden-Baden 2001 (erscheint demnächst).

<sup>75</sup> FAZ, 5. 7. 2001.

<sup>76</sup> Am 27. November 2000 einigten sich die Wirtschafts- und Finanzminister über die wesentlichen Punkte, die Inhalt einer Richtlinie über die grenzüberschreitende Zinsertrags-

Stufe 2 von der Kommission unter Einbeziehung von zwei noch zu gründenden Ausschüssen ausgearbeitet, dem Ausschuß der EU-Wertpapierregulierungsbehörden und dem EU-Wertpapierausschuß, bestehend aus hochrangigen Vertretern der Mitgliedstaaten unter Vorsitz der Kommission. In Stufe 3 arbeiten die europäischen Regulierungsbehörden in einem Verbund zusammen, um eine kohärente Umsetzung und Durchführung der Vorschriften zu gewährleisten. Die Einhaltung der Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten wird in Stufe 4 von der Kommission überprüft.<sup>80</sup>

Aus dem Kreis der Großbanken wird vorgeschlagen, eine Europäische Allfinanzaufsicht zu schaffen, die ähnlich wie das Europäische System der Zentralbanken aus einer zentralen Institution und den nationalen Aufsichtsbehörden bestehen könnte.<sup>81</sup> Hierzu wäre eine Vertragsänderung erforderlich. Der Lamfalussy-Ausschuß hatte nicht das Mandat, institutionelle Änderungen vorzuschlagen. Er hat daher bei seinen Empfehlungen die durch den EG-Vertrag gezogenen Grenzen beachtet. Die Meinung der Ausschußmitglieder, daß »der gesamte Reformprozeß im Jahr 2004 ... einer vollständigen, offenen Prüfung unterzogen werden muß – und zwar vor der nächsten Regierungskonferenz«, deutet jedoch an, daß auch sie die Schaffung einer gemeinschaftlichen Institution für die europäischen Wertpapiermärkte zumindest für erwägenswert halten.

Ein Problem, auf das der Lamfalussy-Bericht ebenfalls aufmerksam macht, besteht darin, daß nach dem Prinzip der Subsidiarität Regelungen bevorzugt werden, die den Mitgliedstaaten größere Handlungsspielräume belassen – zum Beispiel Richtlinien anstelle von Verordnungen, gegenseitige Anerkennung und Koordinierung statt Harmonisierung oder Zentralisierung von Regelsystemen. Die Integration im europäischen Finanzmarkt stößt bereits an die Grenzen des herkömmlichen EU-Systems, das in dieser Form wenig ausbaufähig ist. Das Nebeneinander unterschiedlicher nationaler Regulierungssysteme und Praktiken trägt außerdem dazu bei, daß sich – wie bei der unternehmerischen Rechnungslegung – die universal anwendbaren amerikanischen Standards durchsetzen.

Um dem Finanzbinnenmarkt größere Entwicklungsmöglichkeiten zu eröffnen, müßten die Mitgliedstaaten bereit sein, der EU neue Kompetenzen zu übertragen – ganz im Gegensatz zu den derzeitigen Bestrebungen der Kompetenzbegrenzung. Unter funktionalen Gesichtspunkten läßt sich dieses Dilemma nicht auflösen: Legt man den heutigen Integrationsstand zugrunde, reicht das EU-System gerade noch aus. Will man eine höhere Effizienz der Finanzmärkte erzielen, sind institutionelle Veränderungen auf mittlere Sicht unausweichlich. Es liegt mit anderen Worten in der politische Entscheidung der Mitgliedstaaten, welchen Nutzen sie aus dem Euro für den europäischen Finanzmarkt ziehen wollen.

<sup>80</sup> Lamfalussy-Bericht, S. 19–47.

<sup>81</sup> Rolf-E. Breuer, Regulation and banking supervision: Caught between the nation state and global financial markets, in: *Deutsche Bank Research, €MU Watch*, (29.7.2000) 86, S. 7.

## Mehr Außengeltung durch den Euro

Dem Euro wurde vorausgesagt, daß er als internationale Währung einmal ein mit dem Dollar vergleichbares Gewicht erhalten und damit auch der Euro-EU mehr Außengeltung verschaffen würde. Als Folge seiner Verwendung in globalen Währungsfunktionen rechneten die meisten Beobachter mit einer Aufwertungstendenz für den Euro. Offen blieb allerdings, wie bald sich der Euro als internationale Währung durchsetzen würde. Untersuchungen, die mit einer raschen Diversifizierung zwischen Dollar und Euroanlagen rechneten, sahen einen starken Euro bzw. einen schwachen Dollar voraus; andere wiesen darauf hin, daß der Euro als neue Währung zunächst das Vertrauen der Märkte gewinnen müsse. Sie gingen davon aus, daß sich der Diversifizierungsprozeß zwischen den beiden Währungen über einen längeren Zeitraum erstrecken und damit die aktuelle Wechselkursentwicklung zunächst nur wenig tangieren würde.<sup>82</sup>

Verwendung findet der Euro in europäischen Nachbarstaaten, die wirtschaftlich eng mit der EU verbunden sind. Der Euro ersetzt in diesen Ländern zum Teil den bisherigen Gebrauch der D-Mark.<sup>83</sup> Verschiedene Verlautbarungen deuten außerdem darauf hin, daß auch einige nicht-europäische Staaten begonnen haben, Euroanlagen aufzubauen, insbesondere in Ostasien. Es gibt jedoch keine Anzeichen dafür, daß der Euro in einem nennenswerten Umfang anstelle des Dollars verwendet wird. Der Euro verlor im Verhältnis zum Dollar gegenüber dem Einführungskurs vom 1. Januar 1999 bis zu 30% seines Wertes, was die große Attraktivität der amerikanischen Währung zeigt.

<sup>82</sup> Vgl. Elke Thiel, Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Ein neues Element in den transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen, unveröffentl. Arbeitspapier, Ebenhausen: Stiftung Wissenschaft und Politik, Juli 1998.

<sup>83</sup> In den Ländern, die ihre Währung bisher an den französischen Franc gebunden hatten (Franczone), hat der Euro diese Funktion übernommen.

## Überschätzung des Dollar und Euro-»Handicaps«

Versuche, die Euro-Schwäche zu erklären, stellen die traditionellen Wechselkursstheorien ebenso auf die Probe wie den Euro.<sup>84</sup> In den ersten beiden Jahren ließ sich die niedrige Euronotierung noch mit dem amerikanischen Wachstumsvorsprung und dem höheren Zinsniveau erklären. Doch auch als die Konjunktur in den USA merklich zurückging, die Federal Reserve die Zinsen senkte und die Wachstumsprognosen für den Euroraum günstiger ausfielen als für die USA, blieb der Euro schwach. Die Umkehrung der Fundamentalfaktoren Konjunktur und Zinsen hätte eigentlich eine Trendwende für den Eurokurs einleiten müssen. Auch die höhere Preisstabilität im Euroraum und das im Vergleich zu den USA sehr geringe Defizit in der Leistungsbilanz sprechen für eine höhere Bewertung des Euro.<sup>85</sup> Mit einem Leistungsbilanzdefizit in Höhe von 4% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), das durch Kapitalzufüsse aus dem Ausland finanziert wird, ist der Dollar im Grunde verwundbarer als der Euro. Besonders fragwürdig wird die Aussagefähigkeit der Fundamentaldaten, wenn man die Abwertung des Euro gegenüber dem Yen um etwa 20% erklären will. Japan hatte in der gesamten Zeit ein niedrigeres Wirtschaftswachstum und auch keine Zinsvorteile zu bieten.

Der Euro gilt als deutlich unterbewertet, und es gibt hierfür keine einfachen Begründungen.<sup>86</sup> Eine Untersuchung des Internationalen Währungsfonds über den Einfluß bilateraler Bewegungen in den Aktien-Portfolios (equity flows) auf die Entwicklung des Dollarkurses gegenüber Euro und Yen weist auf

<sup>84</sup> Vgl. Peter Bofinger, Die »normale Wissenschaft« und ihr Kampf mit der Euroschwäche, in: HWWA-Wirtschaftsdienst, 81 (2001) 7, S. 377–379.

<sup>85</sup> Vgl. Renate Ohr, Warum ist der Euro so schwach?, ebd., S. 371–373 (371).

<sup>86</sup> Vgl. u.a. Internationaler Währungsfonds, Concluding Statement of the IMF Mission on the Economic Policies of the Euro Area vom 27. 6. 2001, S. 3, <http://www.imf.org/external/np/ms/2001/062701.htm>.

eine der möglichen Ursachen hin.<sup>87</sup> Die empirischen Daten zeigen für den Euro-Dollar-Kurs einen signifikanten Zusammenhang, der für den Yen nicht festzustellen ist.<sup>88</sup> Dies könnte erklären, warum sich der Yen trotz schlechter wirtschaftlicher Fundamentaldaten gegenüber dem Dollar gut behauptet, während der Euro gegenüber dem Dollar und damit indirekt auch gegenüber dem Yen an Wert verlor.

Für den Euro-Dollar-Kurs waren nach dieser Untersuchung Nettokapitalabflüsse aus dem Euroraum in amerikanische Wertpapiere und Firmenbeteiligungen ein wesentlicher Faktor. Die USA hatten im Jahr 2000 allein durch »mergers and acquisitions« einen Nettokapitalzufluß von schätzungsweise 200 Mrd. Dollar zu verzeichnen. Etwa 40% der involvierten Unternehmen stammten aus dem Euroraum. Japanische Firmen waren an dem Geschäft weit weniger beteiligt.<sup>89</sup> Der IWF nennt für diese Erscheinung zwei Gründe: Er weist zum einen darauf hin, daß unter den Bedingungen einer gemeinsamen Geldpolitik die Gewinnerwartungen an den Euro-Börsenmärkten ziemlich ähnlich geworden sind. Um das Risiko wieder breiter zu streuen, erhöhen die Investoren den Anteil internationaler Werte im Portfolio. Da die angestrebte Neuverteilung der Risiken durch die Aufstockung des internationalen oder amerikanischen Aktienanteils einen längeren Zeitraum erfordern werde, könnte – so die Vermutung – die Schwäche des Euro noch einige Zeit anhalten.<sup>90</sup>

Die zweite Erklärung kann man in Ergänzung zur ersten sehen: Investoren aus dem Euroraum erwerben amerikanische Aktien, da sie sich von diesen höhere Gewinne versprechen. Beide Momente haben für Japan keine Rolle gespielt. Zum einen hat sich die »Währung« nicht verändert, so daß keine Veranlassung besteht, die Portefolios neu zu »sortieren«. Zum zweiten scheint das japanische Finanzsystem mehr damit beschäftigt zu sein, die eigene Kapitalbasis zu konsolidieren, als damit, die Gewinne durch internationale Transaktionen zu maximieren.<sup>91</sup>

87 What is driving the weakness of the euro and the strength of the dollar?, in: IWF, Economic Outlook, Mai 2001, S. 66–75.

88 Ebd., S. 72.

89 Ebd., S. 70f. Der IWF weist jedoch darauf hin, daß insbesondere bilaterale Daten über Wertpapiertransaktionen mit großer Vorsicht zu bewerten sind, da u.a. nur die Ausgangsorte der Transaktion festzustellen sind und nicht das Herkunftsland des Investors. Der IWF betrachtet daher die Ergebnisse der Studie als eine mögliche Erklärung.

90 Ebd., S. 74.

91 Ebd., S. 74f.

Der Portfolio-Ansatz deutet darauf hin, daß die Schwäche des Euro unter anderem auch eine direkte Folge der Euroeinführung sein könnte. In ähnliche Richtung weisen Untersuchungen, nach denen auf D-Mark lautende Schwarzgeldbestände in Ost- und Südosteuropa vor dem Umtausch in Euro-Noten in Sicherheit gebracht werden.<sup>92</sup> Gegenkräfte, die auf mittlere Sicht eine höhere Bewertung des Euro bewirken könnten, sind dagegen noch weniger wirksam geworden. Die Märkte haben dem Euro mit einer relativ hohen Anfangsnotierung im Januar 1999 einen Vertrauensvorschuß gegeben; sie haben dann jedoch mit der amerikanischen Wirtschaft höhere Erwartungen verbunden als mit Euroland.

Ein Erklärungsansatz, der auf die Erwartungen der Märkte abstellt, wurde von De Grauwe entwickelt und auf den Euro-Dollar-Kurs angewandt.<sup>93</sup> Die Devisenmärkte werden nicht von »Fakten« getrieben, sondern vom »Glauben an Fakten«. Sie haben »beliefs« und nehmen vornehmlich nur solche »facts« wahr, die in ihr subjektives Bild passen. Angewandt auf den Euro, spiegelt sich in seiner niedrigen Bewertung insbesondere auch die Einschätzung, daß die USA, ungeachtet ihrer derzeitigen Schwierigkeiten, immer noch die besseren »Problemlösungen« haben.<sup>94</sup> Die Märkte trauen den USA zu, daß es gelingen wird, das Konjunkturtief bald zu überwinden und auch nach den Ereignissen vom 11. September 2001 ihre wirtschaftliche Dynamik zurückzugewinnen. Die Unsicherheit über den amerikanischen Konjunkturverlauf schlägt vor allem als Risikofaktor bei der Bewertung der Konjunkturaussichten im Euroraum zu Buch.

Der Euro hat gegenüber dem Dollar zwei Handicaps, die – einmal im Bewußtsein der Marktteilnehmer verankert – dazu beitragen dürften, das Zutrauen in die Euro-Volkswirtschaft zu schmälern: die geringere Strukturflexibilität und die Schwierigkeit,

92 Vgl. Hans-Werner Sinn, Das Geld, das aus der Matratze kommt, in: Süddeutsche Zeitung, 6.4.2001, S. 25 sowie Hans Werner Sinn/Frank Westermann, Why has the euro be falling?, München, Mai 2001 (CESifo Working Papers, Nr. 493).

93 Paul De Grauwe, Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate, in: International Finance, 3 (November 2000) 3, S. 329–356 (353f).

94 Im Hinblick auf die schwache Euronotierung stellt Grauwe fest: »This decline was mostly unrelated to observable news about the underlying fundamentals. I found that, at least if one is willing to look at all the news that these economic models have identified as being of relevance, this news has been more favourable for Euroland than for the USA« (ebd., S. 353).

Euroland zu identifizieren.<sup>95</sup> Der erste Punkt fällt besonders ins Gewicht, da die besseren amerikanischen Wachstumsergebnisse in den letzten Jahren den europäischen Reformbedarf geradezu demonstrieren. Das zweite Handicap liegt darin, daß der Euroraum aus einer einheitlichen Währung mit zwölf Volkswirtschaften besteht. Für die Märkte wird es dadurch schwieriger, ein Gesamtbild über die wirtschaftliche Entwicklung und die Wirtschaftspolitik im Euroraum zu gewinnen. Erklärungen des Europäischen Rates, die von den Mitgliedstaaten erst noch in die Tat umgesetzt werden müssen, können weniger überzeugen als die Ankündigung wirtschaftspolitischer Aktionen seitens der amerikanischen Regierung. Nichtabgestimmte Meinungsäußerungen aus den Mitgliedstaaten zeigen, daß es den Eurostaaten selbst zum Teil schwerfällt, sich mit Euroland zu identifizieren. Die Folge ist, daß die Märkte ihr Augenmerk auf die USA richten.

Folgt man diesem Erklärungsansatz, kommt eine Trendwende erst zustande, wenn die »facts« die »beliefs« so eklatant widerlegen, daß die Erwartungen korrigiert werden müssen.<sup>96</sup> Zu beobachten ist, daß auch die Meldungen, die vielleicht eine Umkehrung der Erwartungen einleiten könnten, vornehmlich aus den USA kommen. So führte Mitte August eine wachsende Verunsicherung über die US-Konjunktur eine Kurserholung des Euro herbei, nicht etwa bessere Wirtschaftsnachrichten aus dem Euroraum.<sup>97</sup> Der Euro hängt mit anderen Worten zur Zeit noch mehr »am Dollar«, als daß er an den eigenen Leistungen gemessen wird. Diese »Einseitigkeit« widerspricht im Grunde dem, was in der Konstellation zwischen zwei Währungen zu erwarten wäre, die an ihrem Wirtschaftspotential gemessen etwa »gleichwertig« sind. Das dürfte nicht zuletzt damit zusammenhängen, daß die Chancen des Euro für die Modernisierung im Euroland und für den europäischen Finanzmarkt noch zu wenig in sichtbare Wirtschaftsdynamik umgewandelt werden konnten.

95 *Ohr*, Warum ist der Euro so schwach? [Anm. 85], S. 373.

96 »If the gap between beliefs and facts becomes too large, a turnaround in the exchange rate is imminent, and a new process of creation of beliefs is set in motion« (*De Grauwe*, Exchange Rates [Anm. 93], S. 354).

97 Vgl. US-Daten geben Euro-Auftrieb, in: Handelsblatt 16.8.2001, S. 1. Einen Tag zuvor hatten die Nachricht »IWF erwartet starke Abwertung des Dollars« und die Kritik des Währungsfonds am hohen Leistungsbilanzdefizit der USA den Eurokurs auf \$ 0,9033 ansteigen lassen; ebd., 15.8.2001, S. 1.

## Der Euro macht noch keinen handlungsfähigen »globalen Akteur«

Die europäische Integration war immer auch mit der Erwartung verbunden, daß die Mitgliedstaaten gemeinsam im internationalen System eine Rolle einnehmen können, die sie als Einzelstaaten nicht mehr haben. Der Euro allein macht die Euro-EU jedoch noch nicht zu einem handlungsfähigen »globalen Akteur«.<sup>98</sup> Die Schwierigkeit, Euroland zu identifizieren, zeigt sich vor allem in der Außenvertretung. Deutlich sichtbar tritt der Euroraum nur durch die Europäische Zentralbank in Erscheinung. Sie ist Partner in der internationalen währungspolitischen Kooperation und hat einen Beobachterstatus beim Internationalen Währungsfonds.

In Fragen der multilateralen Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitik, die unmittelbar mit der WWU zusammenhängen, treten die Eurostaaten als Gruppe auf. Wenn es um handelspolitische Themen geht, Finanzdienstleistungen eingeschlossen, ist die EU/EG<sup>99</sup> zuständig. Bei den institutionellen und ordnungspolitischen Fragen des internationalen Finanzsystems, der Bankenaufsicht und der IWF-Beistands- und Schuldenpolitik liegt die Zuständigkeit bei den Mitgliedstaaten. In außenpolitisch besonders relevanten Fragen, etwa bei der Schuldenpolitik gegenüber Rußland, haben die Mitgliedstaaten eine Koordination im Rahmen der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik beschlossen. Die Mitgliedschaft im Internationalen Währungsfonds und anderen Finanzinstitutionen wird von den einzelnen Euro- bzw. EU-Staaten wahrgenommen. Die europäischen Sitze in der G-7/P-8 sind von den drei großen Eurostaaten und Großbritannien besetzt.<sup>100</sup>

Das »zusammengesetzte« Erscheinungsbild der EU entspricht den jeweiligen Zuständigkeiten und dem

98 Vgl. Elke Thiel, Die Euro-EU als globaler Akteur: Weltmachtrolle ohne politische Autorität, in: Jens van Scherpenberg/Peter Schmidt (Hg.), Stabilität und Kooperation: Aufgaben internationaler Ordnungspolitik, Baden-Baden 2000, S. 273–289 (*Stiftung Wissenschaft und Politik*, Internationale Politik und Sicherheit, Bd. 50).

99 »Europäische Union« ist der mit dem Maastricht-Vertrag eingeführte übergeordnete Begriff; für den Gemeinschaftsbereich, zu dem die Handelspolitik gehört, ist »Europäische Gemeinschaft« die korrekte Bezeichnung.

100 Bei Fragen, die unmittelbar die WWU betreffen, zieht die G-7 den Präsidenten der EZB hinzu. Für die Eurogruppe spricht dann der Finanzminister des Landes, das in der Gruppe den Vorsitz hat. Die Kommission wird eingeladen, wenn es die ihr im EG-Vertrag übertragene Rolle erfordert.



erreichten Integrationsstand in den einzelnen Politikbereichen. Dementsprechend unterschiedlich ausgeprägt sind Neigung und Fähigkeit, mit »einer Stimme« zu sprechen. In der Währungsunion wurde mit der Europäischen Zentralbank die höchste Integrationsstufe erreicht. Die Wirtschaftspolitik liegt in der Verantwortung der nationalen Regierungen und Parlamente. Es gibt daher auch niemanden, der die Wirtschaftspolitik im gesamten Euroraum verbindlich vertreten kann.<sup>101</sup> Ein »Mister Euro« könnte, wenn es ihn gäbe, nur Sprachrohr sein. In der IWF-Politik erschweren traditionell unterschiedliche nationale Interessen die Entwicklung gemeinsamer Positionen. Gerade im Außenaufreten macht sich bemerkbar, daß die vertiefte Integration in der Währungsunion keine Entsprechung in anderen Politikbereichen hat. Das Spektrum der Themen, die im IWF, in der G-7 und in anderen Gremien behandelt werden, läuft quer durch die gemeinschaftlichen und nationalen Kompetenzbereiche. Die Verteilung der Verantwortlichkeiten ist durch EU-interne Gegebenheiten bestimmt; sie folgt aus dem besonderen Charakter der EU und ist von den Mitgliedstaaten im wesentlichen so gewünscht.<sup>102</sup>

Die EU-interne Annäherung und die Abstimmung zwischen den Mitgliedstaaten sind Voraussetzung und zugleich Begrenzung ihrer äußeren Handlungsfähigkeit. Trotz dieser Einschränkungen kann die EU durchaus Einfluß auf die Gestaltung des globalen Systems nehmen, insbesondere in der Wirtschaftspolitik. Dies wird ihr am besten dort gelingen, wo sie im Zuge der Integration eigene Lösungsvorschläge entwickelt hat. So kam es der gemeinsamen Handelspolitik in der Uruguay-Runde zustatten, daß sie mit dem Binnenmarktprogramm 1992 ein Deregulierungskonzept hatte und zur Grundlage ihrer Position in den globalen Handelsverhandlungen machen konnte. Ein neues potentiell einflussreiches Feld wäre die globale Finanzordnungspolitik. Derzeit hat die EU mit ihren unterschiedlichen nationalen Regulierungssystemen und Praktiken auf diesem Gebiet allerdings wenig anzu-

bieten. Daher setzen sich meist die universal anwendbaren US-Standards durch. Die Möglichkeit, die im heimischen Markt geltenden Regelungen auch im globalen Geschäft anzuwenden, kann bereits ein Wettbewerbsvorteil sein, der dann amerikanischen Finanzunternehmen zugute kommt.

Ein gemeinschaftlicher Regulierungsansatz im Finanzbinnenmarkt würde seine Innovationsfähigkeit stärken. Wenn sich die Mitgliedstaaten dazu entschließen, könnte die EU zugleich in den ordnungspolitischen Fragen des globalen Finanzsystems eigene konzeptionelle Vorstellungen und Standards einbringen. Eine Allfinanzaufsicht würde den europäischen Finanzmarkt gerade auch für ausländische Investoren überschaubarer machen und das Problem der globalen Finanzaufsicht vereinfachen. Eine gemeinschaftliche Zuständigkeit für die Bankenaufsicht, die bislang in der Kompetenz der Mitgliedstaaten liegt, könnte auch die komplizierte Zusammensetzung in der Außenvertretung etwas reduzieren.

Mit dem Euro wurden besonders hohe Erwartungen für den europäischen Finanzmarkt verbunden. Er sollte nicht nur in der Größe, sondern auch in der Attraktivität der Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten dem amerikanischen Markt ebenbürtig werden. Der Finanzbinnenmarkt ist Grundlage für eine globale Währungsrolle des Euro. Er ist der Bereich, in dem die Unzulänglichkeiten des bestehenden EU-Systems besonders deutlich in Erscheinung treten. Falls sich die Mitgliedstaaten bereit finden, in diesem Punkt die integrationspolitischen Konsequenzen aus der einheitlichen Währung zu ziehen, könnte die EU auch in Verhandlungen über globale Finanzmarktregulierung ihre Interessen wirkungsvoller vertreten. Sie könnte damit – neben der Handelspolitik – in einem weiteren, für den Euro besonders relevanten Teilbereich der internationalen Wirtschaftspolitik auch eine größere Außengeltung erlangen.

**101** Vgl. Hans Hüttner, »Stark: WWU braucht politische Integration.« Gespräch mit Bundesbankvizepräsident Dr. Jürgen Stark, in: VWD-Finanz- und Wirtschaftsspiegel, 12.6.2001, abgedr. in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln (12.6.2001) 27, S. 7.

**102** Eine gemeinschaftliche Autorität für die Wirtschaftspolitik könnte der Euro-EU vielleicht ein größeres internationales Gewicht verschaffen, wird jedoch aus grundsätzlichen Erwägungen der Kompetenzverteilung und der Ordnungspolitik abgelehnt (vgl. oben).